



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 08 Februari 2022

Lagercrantz

Tillväxten kvar på samma höga nivå

Fortsatt starkt affärsläge...

Lagercrantz rapporterade organisk tillväxt på 14% med förvärv som bidrog med 16%. Det är tredje kvartalet i rad med tvåsiffrig organisk tillväxt - affärsläget är generellt starkt. Återhämtningen är bred och orderingen fortsatt god vilket gör att tongångarna i uttalandena om de kort- såväl som de långsiktiga utsikterna är optimistiska. Bidraget från förvärv är fortsatt historiskt högt.

...och god hantering av högre insats- och transportkostnader

EBITA-marginalen fortsatte expandera y/y men i en lägre takt och den var i stort oförändrad sekventiellt. Dotterbolagen har lyckats parera de högre fraktpriserna och kostnaderna för komponenter och insatsmaterial genom prishöjningar och alternativa fraktvägar och leverantörer. Det finns fler prishöjningar i systemet som kommer att ha gradvis påverkan under kommande kvartal.

Vi höjer estimaten med 8% efter att vi integrerat de senaste förvärven

Orderingen är fortsatt god, förvärvsagendan är fortsatt aktiv och vi höjer estimaten efter att ha integrerat de senaste förvärven. Westmatic, som adderade 175 mkr från och med januari 2022, är ett bra exempel på de förvärv man letar efter - bolaget är relativt stort. Med högre estimat höjer vi vårt motiverade värde till 114-116 kr (101-109 kr).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		20/21	21/22e	22/23e	23/24e	Motiverat värde	114.0 - 116.0	
EPS, justerad 21/22e	2.84	2.84	0.0%	Omsättning, mkr	4,091	5,332	5,749	5,922	Aktiekurs	SEK102.8
EPS, justerad 22/23e	3.13	2.89	8.4%	Tillväxt	(2)%	30%	8%	3%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 23/24e	3.3	3.04	8.4%	EBITDA, mkr	774	1,050	1,147	1,187	Kursutveckling 12 mån	
				EBIT, mkr	529	777	861	895		
				EPS, justerad	1.9	2.8	3.1	3.3	Analytiker	
				EPS tillväxt	6%	49%	10%	5%	markus.almerud@penser.se	
Kommande händelser				EK/aktie	9.1	10.8	12.7	14.7		
Delårsrapport Q4 2021/22			2022-05-17	Utdelning/aktie	1.0	1.2	1.3	1.4		
Delårsrapport Q1 2022/23			2022-07-19	EBIT-marginal	12.9%	14.6%	15.0%	15.1%		
Bolagsstämma			2022-08-30	ROE	21.9%	28.8%	26.9%	24.4%		
Bolagsfakta (mkr)				ROCE	16.4%	21.5%	21.9%	22.7%		
Antal aktier		203m		EV/Sales	5.4x	4.2x	3.9x	3.7x		
Börsvärde		20,900		EV/EBITDA	28.6x	21.1x	19.3x	18.6x		
Nettoskuld		1,238		EV/EBIT	41.8x	28.5x	25.7x	24.7x		
EV		22,138		P/E, justerad	54.0x	36.2x	32.9x	31.2x		
Free float		74%		P/EK	11.3x	9.5x	8.1x	7.0x		
Daglig handelsvolym, snitt		182(k)		Direktavkastning	1.3%	1.1%	1.2%	1.3%		
Reuters/Bloomberg		LAGRB.ST/LAGRB SS		FCF yield	4.3%	1.7%	2.9%	3.2%		
				Nettosk./EBITDA	1.6g	1.4g	1.0g	0.6g		



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 08 Februari 2022

Sammanfattning

Tillväxten kvar på samma höga nivå

Investment Case

Lagercrantz har en lång historik av att leverera en hög och stadig vinsttillväxt genom sin decentraliserade förvärvsmodell. Genom att förvärva bolag till en lägre multipel än man själv handlas till uppstår kontinuerligt multipelarbiterage, vilket skapar värde över tid. Förvärv har stått för cirka 90% av försäljningstillväxten det senaste decenniet och är därmed centralt - den genomsnittliga organiska tillväxten under samma period (2013/14 till 2020/21) är -1%.

Efter att ha presenterat och förtydligat sin strategiska inriktning och sina finansiella mål, i mars i år, under namnet Lagercrantz mot miljarden (syftet är att nå en miljard i vinst före skatt inom fem år från runt en halv miljard förra året) har man gjort två större förvärv. Därmed ligger man för närvarande på en förvärvstakt som är högre än någonsin tidigare.

Genom att kontinuerligt fortsätta att öka andelen egna produkter - andelen har gått från 13% 2006/07 till 65% 2020/21, samtidigt som andelen distribution har gått från 62% till 20% - fortsätter bruttomarginalerna att öka. Bolaget har som målsättning att öka andelen egna produkter till 75% vilket borde innebära fortsatt marginalexpansion.

Bolagsprofil

Lagercrantzgruppen har runt 60 dotterbolag och drivs i en långtgående decentraliserad struktur. Koncernen erbjuder värdeskapande teknologier i expansiva nischer och är enbart verksam inom B2B. Bolagen har starka positioner inom sina nischer vilket innebär relativt sett höga marginaler.

Förvärv är en central del av affärsmodellen. Lagercrantz har som ambition att 5-8 bolag per år och kommer i ökande grad inrikta sig mot norra Europa när de gör sina förvärv. I takt med att konjunkturen har återhämtat sig efter pandemin har förvärvstakten accelererat.

Med relativt sett höga marginaler och låg kapitalomsättningshastighet har Lagercrantz nått ROE på över 20% och mid-teens ROCE de senaste åren.

Värdering

Vi värderar Lagercrantz på målmultiplar på 2025/26 års vinst inklusive förvärv. Värdena diskonteras sedan tillbaka till idag. Förvärv har stått för 90% av omsättningstillväxten de senaste åtta åren och måste därför tas hänsyn till i värderingen. Vår värdering inkluderar 300 mkr per år de kommande åren (utöver de förvärv som redan har annonserats). Vi använder P/E 30x och EV/EBIT 24x som målmultiplar, vilket är något högre än marknaden som helhet vilket vi anser är motiverat givet den konsekventa historiken. Som jämförelse handlas andra förvärvsbolag såsom Indutrade, Addtech, och Lifco på P/E-tal på runt 30x och EV/EBIT på runt 25x på 2023 års vinst.

Motiverat värde

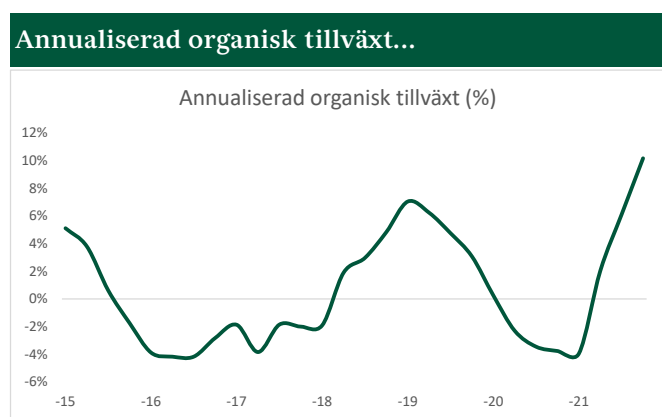
114-116 kr

Fortsatt gott momentum

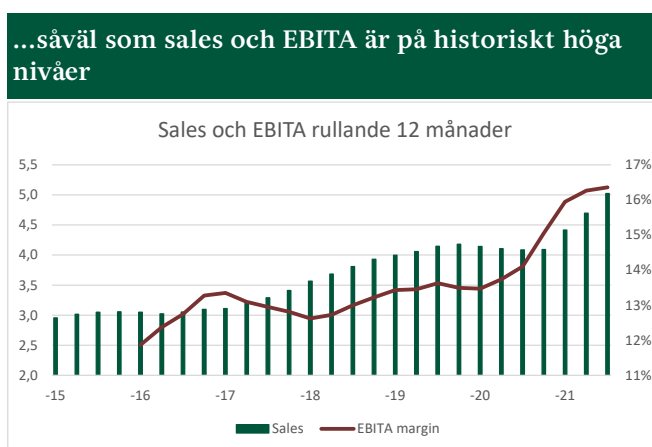
Q3 var tredje kvartalet i rad med tvåsiffrig organisk tillväxt och även om de låga jämförelsetalen förklarar en del så är den underliggande konjunkturen stark. Att driva organisk tillväxt fortsätter att vara ett huvudfokus för ledningen. Med mer utmanande jämförelsetal framöver är det naturligt att anta att tillväxttalen kommer ner framöver men det är värt att poängtera den underliggande styrkan. Årstakten på den organiska tillväxten såväl som försäljningen och EBITA är på historiskt höga nivåer.

Tillskottet från M&A hittills i år är rekordhögt och nästa räkenskapsår ligger redan på ungefär samma takt som för helåren 2018-2020 trots att nästa räkenskapsår inte ens har börjat (Lagercrantz har brutet räkenskapsår som börjar 1 april).

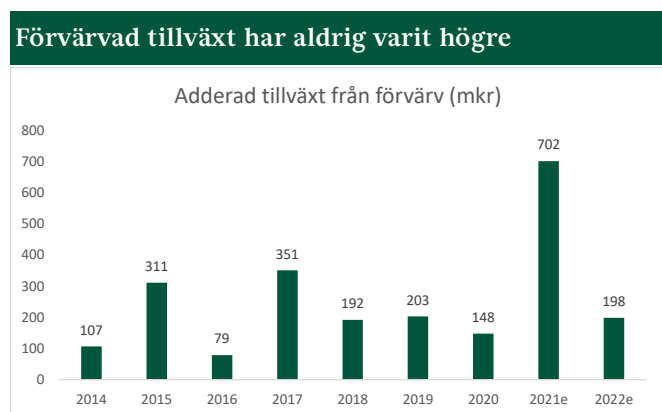
Enligt bolaget är ordergången mycket god vilket är positivt på kort sikt. På kort och medellång sikt fortsätter bolaget öka andelen egna produkter vilket ger fortsatt gynnsamma utsikter. Lagercrantz har som målsättning att öka vinsten före skatt till en miljard inom fem år, vilket motsvarar ca 15% vinsttillväxt per år.



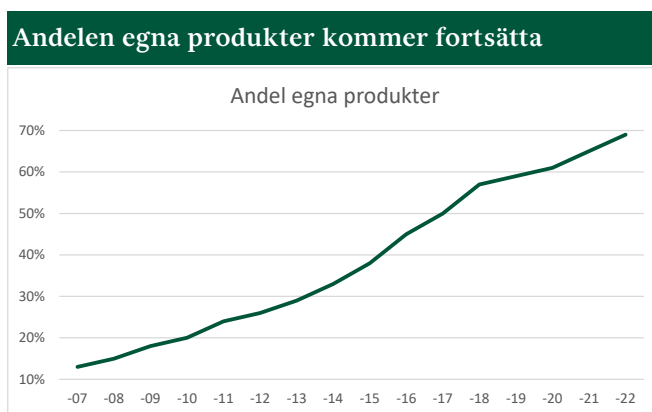
Bolaget, EPB



Bolaget, EPB



Bolaget, EPB

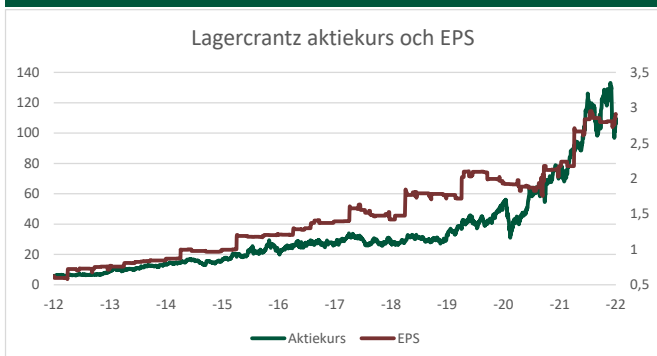


Bolaget, EPB

Samtliga förvärvsbolag såg stark aktiekursutveckling och multipelexpansion under 2021 men har kommit tillbaka kraftigt i början av året utan att estimaten har kommit ner - tillbakagången är ren multipelkontraktion. En jämförelse med Indutrade samt OMX visar att hela multipelexpansionen inte är unik för Lagercrantz - serieförvärvarna som helhet såg multiplarna expandera förra året och har sett dem kontrahera i år.

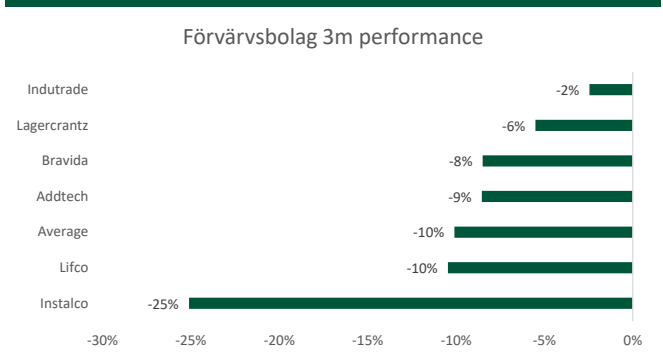
Serieförvärvarna är någonting man vill ha i sin portfölj men samtidigt så är det svårt att veta var multiplarna kommer att stabiliseras. Vinstestimaten kommer att fortsätta utvecklas positivt men det kan ändå vara vettigt att vänta med att investera tills multiplarna har stabiliserats.

Estimattrenden har varit stabil



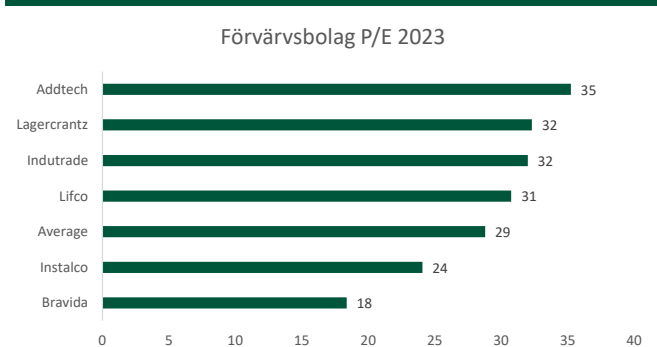
Factset, EPB

Hela universet har kommit ner



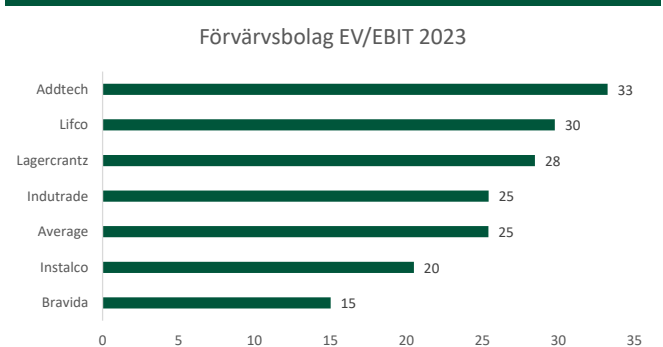
Factset, EPB

Trots kontraktionen handlas universet nästan på P/E 30x...



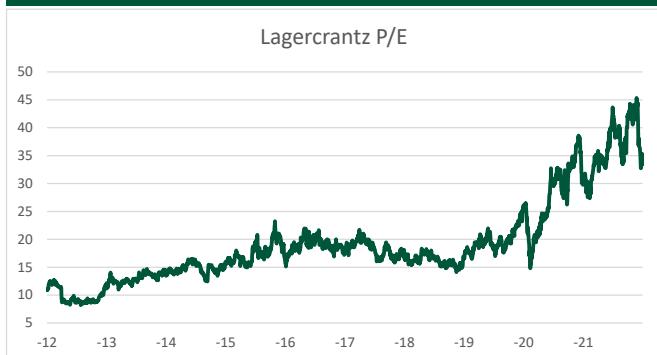
Factset, EPB

...och EV/EBIT 25x...



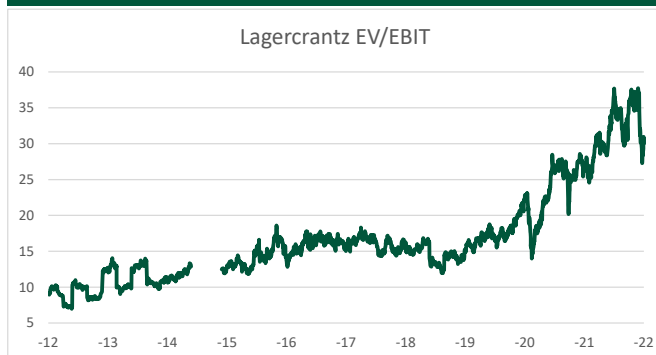
Factset, EPB

...vilket är historiskt högt både på P/E...



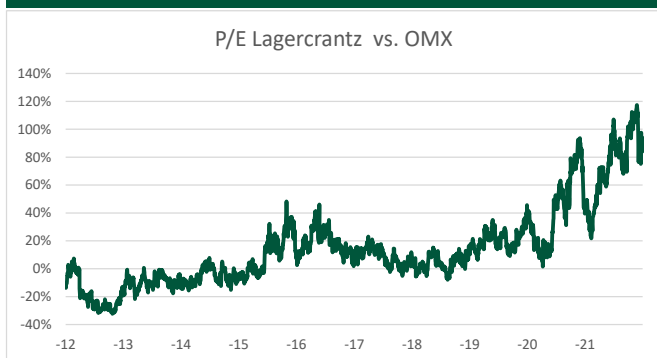
Factset, EPB

...och EV/EBIT



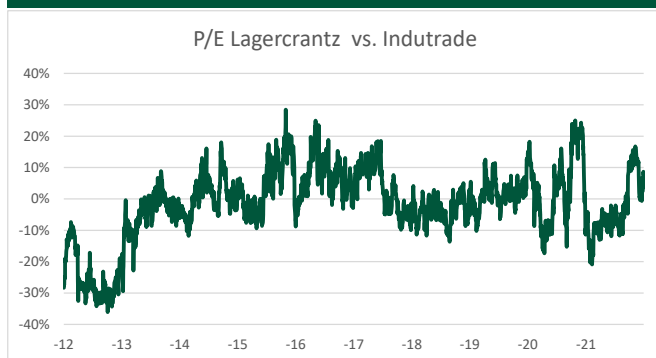
Factset, EPB

Lagercrantz är på historiskt höga nivåer jämfört med OMX...



Factset, EPB

...men i linje med Indutrade



Factset, EPB

Beräkning av motiverat värde

<u>Motiverat värde med ojusterade estimat</u>	
2 års framåtblickande peer P/E	30
2022/23e nettovinst (mkr)	679
2022/23e EPS (kr)	3,2
Motiverat värde idag (mdr kr)	20
Motiverat värde idag (kr)	95
2 års framåtblickande peer EV/EBIT	25
2022/23e EBIT(A) (mkr)	948
Motiverat EV idag (mdr kr)	24
<u>Effekter av förvärv</u>	
2025/26 sales exkl M&A (mdr kr)	6,3
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	1,5
Total 2025/26 (mdr kr)	7,8
Total 2020/21 (mdr kr)	4,1
CAGR	14%
EBITA-marginal	16%
2025/26 EBITA (incl. M&A)	1 245
2020/21 EBITA	616
CAGR	15%
Finansnetto	-95
Skatt	-253
2025/26 nettovinst inkl M&A	898
<u>Värdering inklusive förvärv</u>	
2 års framåtblickande P/E (inkl förvärv)	23
Motiverat P/E	30
Värde mars 2024 (mdr kr)	27
Värde per aktie mars 2024 (kr)	132
Värde per aktie idag	111
2 års framåtblickande EV/EBIT (inkl förvärv)	19
Motiverat EV/EBIT	24
EV mars 2024 (mdr kr)	30
EV nuvärde (mdr kr)	26
Senaste net debt (mdr kr)	1,5
Nuvärde (mdr kr)	24
Nuvärde per aktie (kr)	118

EPB

Känslighetsanalys

		M&A per år (mkr)		
		200	300	400
P/E	20	64	74	83
	25	80	93	104
	30	96	111	125

EPB

Resultaträkning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Nettoomsättning	3 932	4 180	4 091	5 332	5 749	5 922
Kostnad sålda varor	-2 488	-2 618	-2 513	-3 214	-3 450	-3 547
Bruttovinst	1 444	1 562	1 578	2 118	2 300	2 375
Rörelsekostnader	-993	-1 079	-1 049	-1 341	-1 439	-1 479
EBIT (rapporterat)	451	483	529	777	861	895
Förvävsrelaterade avskrivningar	-68	-82	-87	-87	-87	-87
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0
EBITA (justerat)	519	565	616	864	948	982
<i>Marginal</i>	13,2%	13,5%	15,1%	16,2%	16,5%	16,6%
Övriga avskrivningar	-56	-152	-158	-186	-199	-205
EBITDA (justerat)	575	717	774	1 050	1 147	1 187
Finansiella intäkter	11	14	14	14	14	14
Finansiella kostnader	-31	-37	-41	-42	-49	-39
Resultat före skatt	431	460	502	749	826	871
Skatter	-89	-94	-114	-165	-182	-192
Minoritetsintressen	0	0	0	-5	-5	-6
Nettoresultat (rapporterat)	342	366	388	580	639	673
Nettoresultat (justerat)	342	366	388	580	639	673

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	1 327	1 518	1 609	1 978	1 978	1 978
Övriga immateriella tillgångar	721	758	785	717	650	582
Materiella anläggningstillgångar	266	480	586	631	679	728
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	14	18	21	21	21	21
Summa anläggningstillgångar	2 328	2 774	3 001	3 347	3 327	3 309
Varulager	528	562	655	853	920	947
Kundfordringar	640	682	638	831	897	923
Övriga omsättningstillgångar	219	214	165	137	139	140
Likvida medel	139	117	151	150	150	150
Summa omsättningstillgångar	1 526	1 575	1 609	1 971	2 105	2 160
SUMMA TILLGÅNGAR	3 854	4 349	4 610	5 318	5 433	5 470

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Nettoresultat (rapporterat)	342	366	388	580	639	673
Icke kassaflödespåverkande poster	100	237	258	282	297	303
Förändringar i rörelsekapital	20	-96	136	-246	-54	-22
Kassaflöde från den operationella verksamheten	462	507	782	616	882	955
Investeringar i anläggningstillgångar	-80	-96	-95	-250	-267	-274
Avyttringar	7	5	5	0	0	0
Fritt kassaflöde	389	416	692	367	615	681
Utdelningar	-137	-179	-147	-244	-265	-285
Nyemission / återköp	-1	-17	0	0	0	0
Förvärv	-142	-260	-325	-369	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-104	18	-186	245	-350	-396
Kassaflöde	5	-22	34	-1	0	0
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	929	1 237	1 238	1 484	1 134	738

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Organisk tillväxt	7%	0%	-4%	14%	3%	3%
Omsättningstillväxt	15%	6%	-2%	30%	8%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	19%	9%	9%	40%	10%	4%
EPS-tillväxt, justerad	20%	7%	6%	49%	10%	5%
Bruttomarginal	36,7%	37,4%	38,6%	39,7%	40,0%	40,1%
EBITDA-marginal (justerad)	14,6%	17,2%	18,9%	19,7%	20,0%	20,0%
EBITA-marginal (justerad)	13,2%	13,5%	15,1%	16,2%	16,5%	16,6%
Skattesats	21%	20%	23%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
ROE, justerad	24%	23%	22%	29%	27%	24%
ROCE, justerad	18%	17%	17%	22%	22%	23%
ROIC	18%	18%	17%	22%	23%	24%
Investeringar / omsättning	2%	5%	5%	5%	5%	5%
Varulager / omsättning	13%	13%	16%	16%	16%	16%
Rörelsekapital / omsättning	21%	22%	22%	22%	22%	22%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	1,0x	0,9x	1,0x	1,1x	1,1x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Nettoskuld	929	1 237	1 238	1 484	1 134	738
Soliditet	39%	39%	40%	41%	48%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	62%	73%	67%	67%	44%	25%
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,7x	1,6x	1,4x	1,0x	0,6x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
EPS, rapporterad	1,68	1,80	1,91	2,85	3,14	3,31
EPS, justerad	1,68	1,80	1,91	2,84	3,13	3,30
FCF per aktie	1,92	2,05	3,40	1,80	3,02	3,34
Utdelning per aktie	0,83	0,67	1,00	1,20	1,30	1,40
Eget kapital per aktie	7,4	8,3	9,1	10,8	12,7	14,7
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	203	203	204	204	204	204

Bolaget, EPB

Värdering

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
P/E, justerat	20x	21x	42x	37x	34x	32x
P/EK	4,5x	4,7x	8,7x	9,8x	8,3x	7,2x
P/FCF	17,4x	18,9x	23,2x	58,7x	35,0x	31,6x
Direktavkastning	2,5%	1,7%	1,3%	1,1%	1,2%	1,3%
Utdelningsandel, justerad	49%	37%	52%	42%	42%	42%
EV/Sales	2,0x	2,2x	4,2x	4,3x	3,9x	3,8x
EV/EBITDA, justerat	13x	13x	22x	22x	20x	19x
EV/EBIT, justerat	17x	19x	33x	30x	26x	25x
Aktiekurs, årets slut	33	39	79	106	106	106
EV, årets slut	7 697	9 080	17 320	23 019	22 668	22 272

Bolaget, EPB

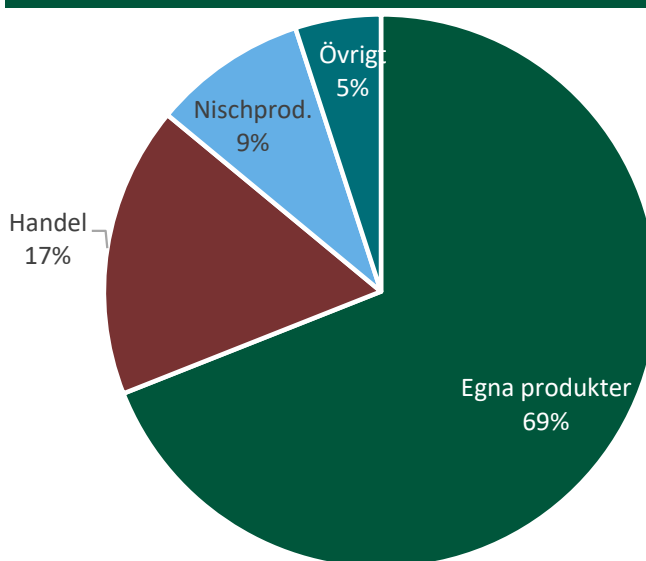
Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Kapital
Anders Börjesson och Tisenhult-gruppen	28,8%	5,6%
SEB Investment Management	10,1%	14,4%
Swedbank Robur Fonder	8,7%	12,3%
Fidelity Investments (FMR)	5,7%	8,1%
Lannebo Fonder	3,4%	4,8%

Ordförande	Anders Börjesson
Verkställande direktör	Jörgen Wigh
Finansdirektör	Peter Thysell
Investerarkontakt	Peter Thysell
Hemsida	https://www.lagercrantz.com

Bolaget, EPB

Försäljning per produkttyp



Bolaget, EPB

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se